

# Trabalho final do curso

## Macroeconomic Challenges of Global Imbalances

**Data e local:** 20 a 24.6.2011, Londres, Reino Unido

**Evento:** LSE Executive Summer School 2011

**Representante do BNDES:** Gilberto Borça

### Introdução e contextualização teórica

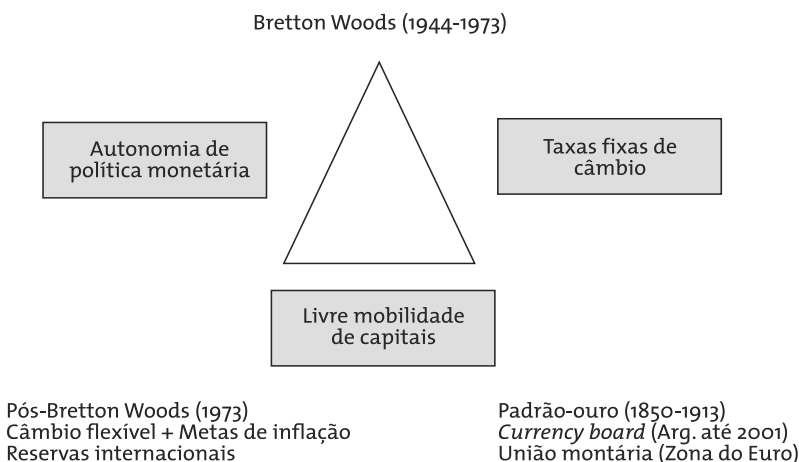
Para se analisar a situação atual em que se encontram os países da Zona do Euro é importante ter em mente um referencial teórico que suporte e ilustre os desafios com que se defrontam os *policymakers* europeus. O esquema analítico abaixo, adaptado do trabalho de Frankel (1999), é ilustrativo para se entender com clareza os *trade-offs* de política econômica sob os diferentes arranjos monetários e cambiais.

A chamada “trindade impossível”, resultado do dilema de gestão de política macroeconômica em pequenas economias abertas, nos diz que um país não pode alcançar, de maneira simultânea, três objetivos teoricamente desejáveis, mas contraditórios entre si, quais sejam: (i) adotar um regime cambial de taxas estáveis; (ii) liberdade para a movimentação internacional dos fluxos de capitais; e (iii) ter autonomia na execução de política monetária. Nas palavras de Obstfeld, Shambaugh e Taylor (2004):

*At the most general level, policymakers in open economies face a macroeconomic trilemma. Typically they are confronted with three typically desirable, yet contradictory, objectives: 1) to stabilize the exchange rate; 2) to enjoy free international capital mobility; 3) to engage in a monetary policy oriented toward domestic goals.*

Figura 1

### Contextualização teórica: trindade impossível



Fonte: Adaptado de Frankel (1999).

Entre outros fatores, esses três objetivos são desejáveis pelos seguintes motivos:

- Taxas de câmbio estáveis garantem maior previsibilidade não apenas para as relações contratuais de comércio exterior, mas também reduz sensivelmente o risco da realização de investimento estrangeiro direto (IED), os quais possuem determinantes de longo prazo. A ausência de risco cambial, além de estimular a corrente de comércio, pode ser um importante mecanismo de atração e absorção de novas tecnologias via IED, em especial para os países emergentes.
- Liberdade para a movimentação dos fluxos internacionais de capitais é uma maneira eficaz de melhorar a alocação das poupanças a nível global, mitigando riscos e suavizando os ciclos econômicos. Os países em desenvolvimento com abertura da conta capital e financeira teriam, por exemplo, suas fontes de financiamento ampliadas para a realização de

investimentos produtivos, contribuindo, dessa forma, para maior crescimento econômico. Os investidores internacionais, por sua vez, aumentariam suas oportunidades de alocação de portfólio, reduzindo de maneira mais eficiente os riscos por meio da diversificação.

- Autonomia de gestão monetária permite que o país em questão utilize seus instrumentos monetários de maneira a atingir aos objetivos internos de política econômica, como por exemplo, estabilização do nível de preços e estímulo ao crescimento econômico.

Na realidade, o esquema analítico adaptado de Frankel (1999) é bem simples. A trindade impossível aparece nos lados do triângulo da Figura 1, ou seja, na impossibilidade de se alcançar esses três objetivos em simultaneidade. Os vértices do triângulo representam alguns arranjos monetários utilizados não somente ao longo da história do sistema monetário internacional, mas também da atual conjuntura macroeconômica mundial.

O regime monetário do padrão-ouro (1850-1913) tinha por característica a livre mobilidade dos fluxos internacionais de capitais associadas a um regime cambial de paridades rígidas das moedas nacionais em relação ao ouro – e, portanto, fixas umas em relação às outras. Nesse caso, abdicou-se do uso da política monetária como um instrumento autônomo para a estabilização das flutuações do nível de atividade econômica e do volume de emprego. A política monetária adquiria um caráter de passividade, sendo meramente um reflexo dos resultados das contas externas.

Outro exemplo desse tipo de arranjo monetário/financeiro foi o *currency board* que prevaleceu na Argentina até meados de 2001. Nesse caso, havia uma espécie de caixa de conversão entre as reservas internacionais argentinas (denominadas em dólares americanos) e sua oferta monetária doméstica. Até mesmo depósitos à vista em dólares eram permitidos. No entanto, com a liberdade para a movimentação

dos fluxos de capitais, não existia autonomia na execução da política monetária. No momento de acirramento da crise argentina em 2001, as reservas internacionais evaporaram, provocando uma forte contração da oferta monetária doméstica, levando a economia ao colapso.

A união monetária europeia também é outro exemplo que se encaixa na abdicação da realização de políticas monetárias nacionais autônomas. Nesse caso, com a adoção da moeda única, as autoridades monetárias nacionais “transferiram” a execução da gestão monetária para uma instituição supranacional, o Banco Central Europeu. Nesse tipo de arranjo monetário, há necessidade de convergência na execução da política fiscal.

Já o padrão monetário do acordo de Bretton Woods (1944-73), em função dos movimentos de capitais instabilizadores e das desvalorizações cambiais competitivas da década de 1930, teve por características o controle sobre a movimentação dos fluxos internacionais de capitais. Além disso, prevaleceu a manutenção de paridades cambiais fixas ajustáveis das moedas nacionais em relação ao dólar norte-americano, o qual mantinha uma paridade fixada com relação ao ouro. Assim sendo, ao se abrir mão da livre mobilidade de capitais, permitiu-se a utilização autônoma da política monetária para a consecução de objetivos internos.

No período pós-1973, a crescente integração financeira, a globalização dos mercados e a proliferação de novos instrumentos financeiros fizeram com que os fluxos internacionais de capitais se tornassem cada vez mais intensos, levando, inevitavelmente, a uma maior flexibilidade dos regimes cambiais. Esse fato permitiu o direcionamento, pelo menos do ponto de vista teórico, da política monetária para fins domésticos.

Mais recentemente, em especial após a crise asiática de 1997, muitos países adotaram, como arranjo de política econômica, regimes de flutuação cambial associados à adoção de metas para inflação e ao forte acúmulo de reservas internacionais. Essa maneira “ativa” de

gestão macroeconômica é uma forma de adquirir maior autonomia na execução das políticas econômicas em um contexto de crescente mobilidade de capitais.

## **Breve panorama**

Os países da Zona do Euro se encontram atualmente em uma situação difícil. Se, por um lado, ao aderirem à moeda comum abdicaram da autonomia na realização de políticas monetárias e cambiais, por outro lado, a emissão de dívida pública denominada em Euro, transformou a dívida soberana de cada país em uma “dívida europeia” perante os mercados. Com isso, países com estruturas econômicas e situações fiscais completamente distintas, tiveram emparelhados seus custos de emissão de dívida. Idealmente, o Pacto de Estabilidade e Crescimento previa uma convergência na execução das políticas fiscais para corrigir esse tipo de problema ao longo do tempo. Na prática, isso não ocorreu. Assim, o diferencial de produtividade e de eficiência entre os membros da Zona do Euro começaram a aparecer, refletindo-se em trajetórias de conta corrente completamente distintas.

Quando a crise financeira internacional se agravou em setembro de 2008, em razão da falência do Lehman Brothers, governos e bancos centrais intervieram maciçamente de maneira a evitar uma contração ainda mais pronunciada do nível de atividade econômica. No entanto, conforme destacado por Reinhart e Rogoff (2008), crises financeiras agudas iniciadas no setor privado que são objeto de intervenção por parte do setor público, quase sempre se transformam em crises de dívida soberanas.

Foi nesse contexto que a percepção dos mercados se modificou de maneira intensa quando do anúncio da revisão dos indicadores fiscais da Grécia em meados de 2010. O resultado revisado mostrou um quadro fiscal muito mais grave, levando, de imediato, a uma eleva-

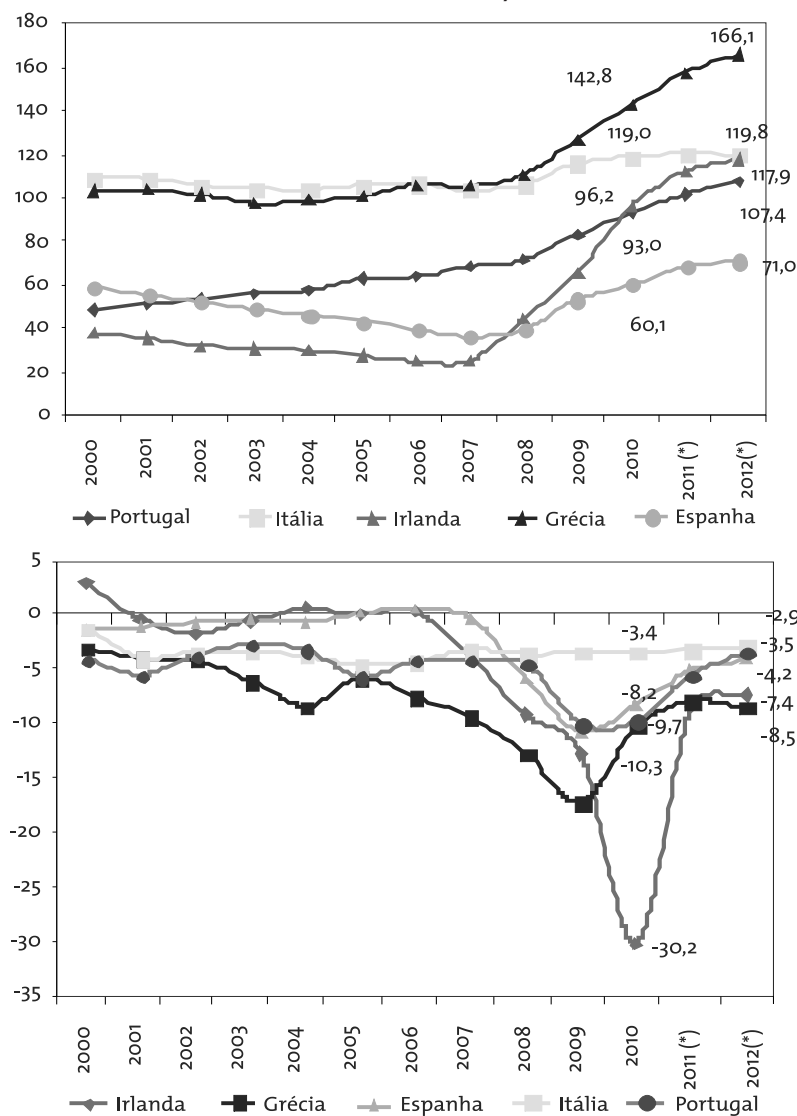
ção considerável do custo de captação e financiamento de dívida por parte desse país. Problemas de contágio também atingiram Irlanda, Portugal e Espanha, cada um com suas especificidades. Espanha e Irlanda, por exemplo, além de perda de competitividade externa, tiveram bolhas imobiliárias.

Acordos para a realização de *bail out* foram feitos e estão em curso no âmbito da Comunidade Europeia em conjunto com o Fundo Monetário Internacional (IMF/EFSF). No entanto, mesmo com amplos pacotes de financiamento e severos programas de ajustamento fiscal e de reformas estruturais, as manifestações sociais contrárias na periferia europeia ganham força, gerando forte instabilidade política nesses países. Em algum momento, cedo ou tarde, uma reestruturação de dívida deverá ser implementada, particularmente na Grécia, onde o problema é de insolvência e não de liquidez. Há um embate nesse tipo de situação. Quem pagará a conta? Os mercados estarão dispostos a dividir o custo do ajustamento com os governos e permitir um *haircut* da dívida? Cenas dos próximos capítulos.

## **Dívida bruta e resultado fiscal**

O Gráfico 1 mostra o problema central da periferia da Zona do Euro, isto é, a evolução dos níveis de endividamento público e dos déficits fiscais. A expansão dos gastos públicos para combater os efeitos da crise internacional em 2008, gerará, ao longo dos próximos anos, forte crescimento da relação dívida pública/PIB desses países, de acordo com as projeções da European Commission. Nem mesmo os planos de ajuste fiscal anunciados por seus governos têm sido suficientes para reverter às perspectivas das trajetórias de crescimento do endividamento público.

Gráfico 1  
PIIGS: dívida bruta e resultado fiscal % PIB)



Fonte: European Commission.

(\*) = projeção.

A despeito desse quadro fiscal frágil, o Gráfico 2 mostra, simultaneamente, a participação do Produto Interno Bruto (PIB) dos PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha) na Zona do Euro em 2010, e o custo de um possível resgate integral de suas dívidas como proporção do PIB da região. Nota-se que o custo total da dívida dos países varia sensivelmente. Enquanto Itália e Espanha, em conjunto, representariam um ônus de mais de 26,9% do PIB da Zona do Euro, Irlanda, Portugal e Grécia, apresentam números bem mais modestos – respectivamente 1,6%, 1,7% e 3,6%, totalizando 6,9%.

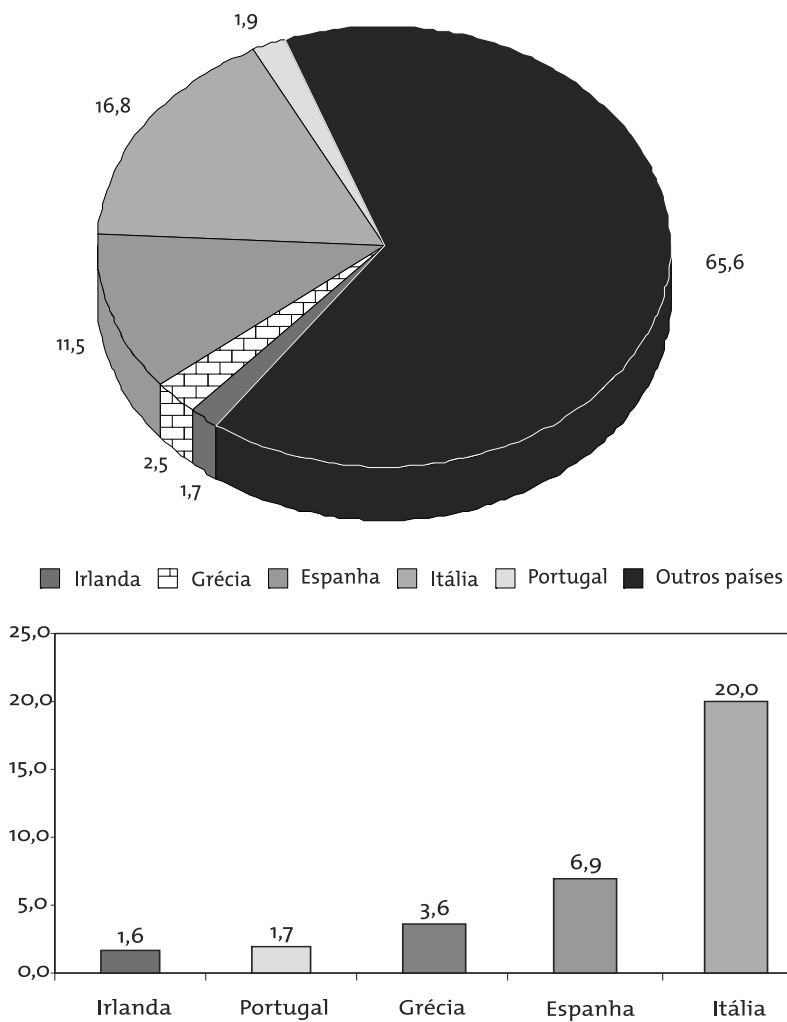
Apesar de o custo de resgate das dívidas públicas de Portugal, Irlanda e Grécia ser relativamente baixo, especialistas de mercado argumentavam, à época, que a ausência de um plano de salvamento poderia ser particularmente desastrosa, a despeito dos questionamentos sobre o *moral hazard*. Tendo em perspectiva o caso da Grécia – que é o mais delicado entre esses países –, Roubini e Das (2010) destacaram que as economias europeias estão *too-interconnected-to-fail*, ou seja, estão muito interligadas por meio do sistema financeiro europeu. A possibilidade de contágio na ausência de um pacote de resgate para a Grécia, com severos abalos para a recuperação da atividade econômica na região, seria eminente.

Depois de muitas negociações, em maio de 2010, foi realizado um *bail out* conjunto entre os países da Zona do Euro [por meio do European Funding Stability Fund (EFSF)] e do FMI no valor de € 110 bilhões para a Grécia. Mesmo assim, os problemas de contágio acabaram ocorrendo. Em dezembro de 2010, um pacote de ajuda nos mesmos moldes foi feito à Irlanda, no valor total de € 85 bilhões, para sanear o sistema bancário do país. E por fim, em maio de 2011, Portugal também precisou de recursos em função de sua frágil situação fiscal no valor de € 78 bilhões.



Gráfico 2

PIIGS: participação no PIB da Zona do Euro e custo potencial de resgate das dívidas em 2010 (como % do PIB da Zona do Euro)

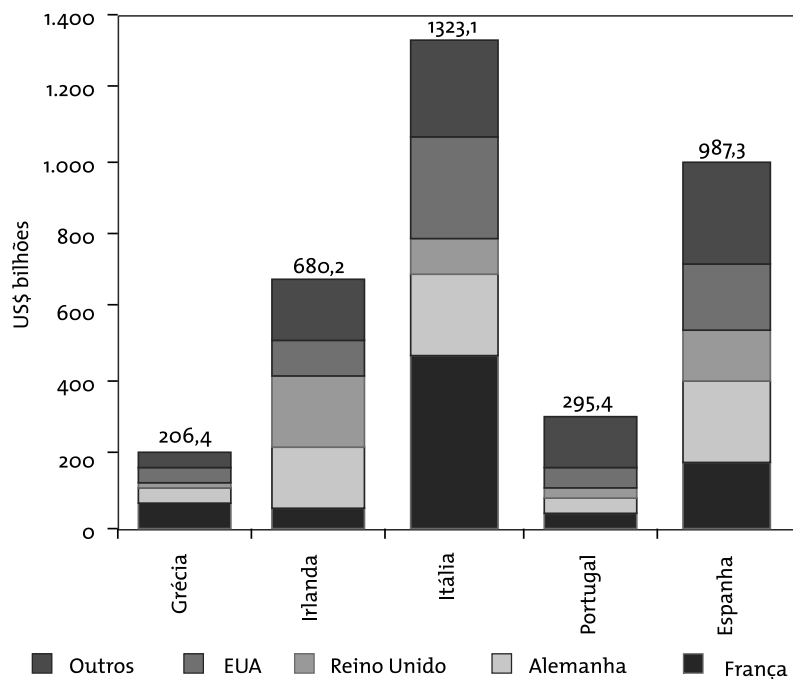


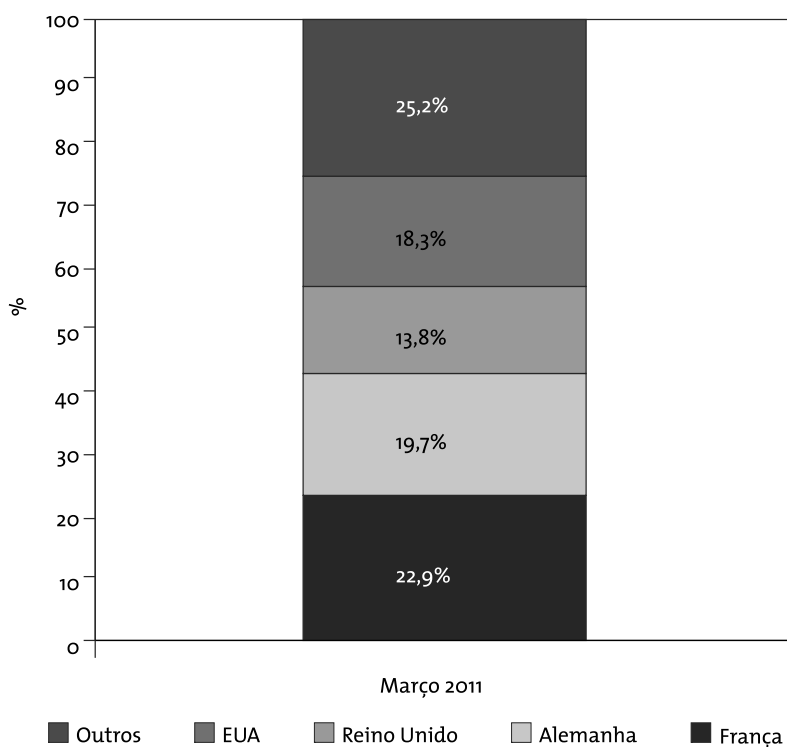
Fonte: European Commission.

Nesse sentido, o último relatório do Bank for International Settlements (BIS) sobre as estatísticas dos principais sistemas bancários do mundo, sintetizado no Gráfico 3, mostra a exposição de alguns países relativamente à dívida dos PIIGS. Em março de 2011 o montante total do endividamento atingia o valor nominal de US\$ 3,4 trilhões, dos quais França e Alemanha, em conjunto, respondiam por 42,6%. No caso específico da Grécia, bancos franceses e alemães carregavam pouco mais de 50% dos papéis da dívida pública grega. Portanto, o impacto de um *default* desordenado seria dramático no “coração” da Zona do Euro – Alemanha e França.

Gráfico 3

Exposição dos bancos europeus segmentados por país à Dívida dos PIIGS (em US\$ bilhões e em % do total)





Fonte: BIS.

Uma tentativa válida para resolução dos problemas de Grécia, Irlanda e Portugal, seria o Banco Central Europeu “retirar” a dívida desses países de mercado, comprando a totalidade dos títulos atualmente negociados no mercado secundário. A contrapartida seria a implementação e o comprometimento dessas economias com fortes programas de ajustamento fiscal e reformas estruturais. No entanto, ajustamentos fiscais em ambientes recessivos ou de baixo crescimento tendem a ser contraproducentes, uma vez que provocam queda das receitas orçamentárias que levam, normalmente, ao não cumprimento da meta fiscal e a uma recessão ainda mais profunda.

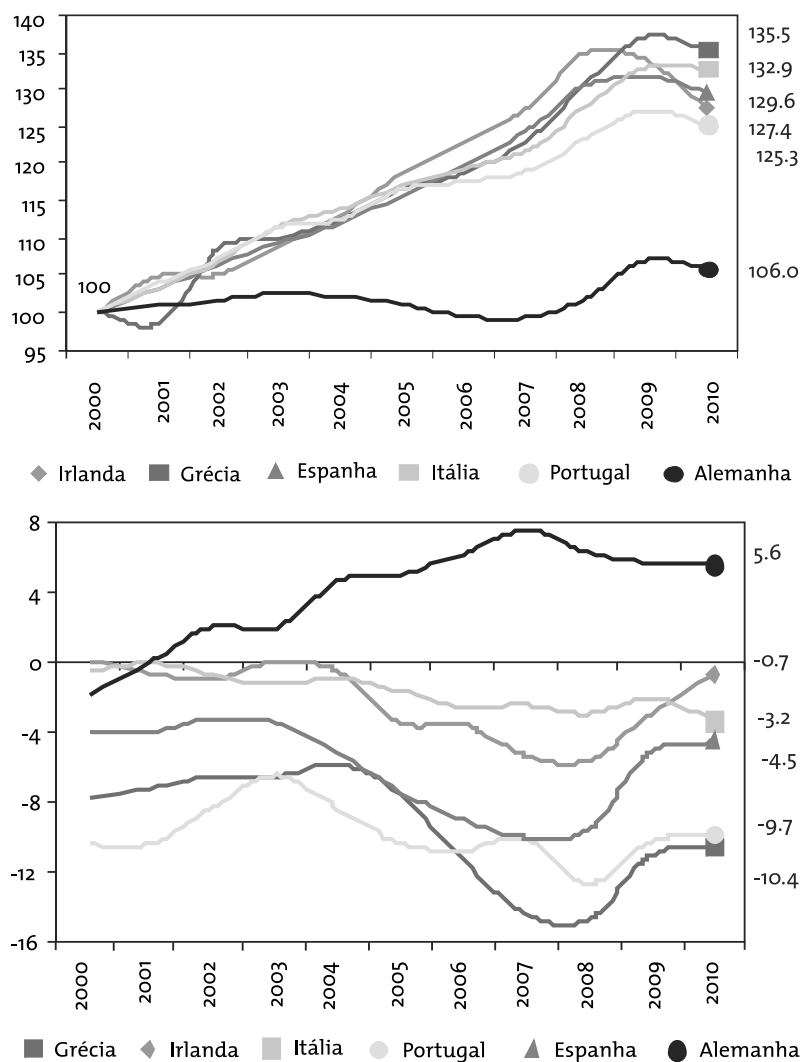
## Custo nominal unitário do trabalho e contas correntes

No entanto, os problemas dessas economias vão além da atual situação fiscal debilitada e da necessidade de redução dos déficits orçamentários. A entrada dos PIIGS na Zona do Euro teve como consequência imediata a melhora das condições de captação dos governos nos mercados. Seus custos convergiram na direção dos títulos emitidos pela Alemanha. Além disso, a adoção de uma moeda única, ancorada na estabilidade e credibilidade do *deutsche mark*, proporcionou aumento de poder de compra dos agentes econômicos. Houve, portanto, uma combinação de redução do custo de emissões da dívida pública e elevação do poder de compra das famílias, sendo responsável por fomentar o crescimento da demanda doméstica.

Esse processo gerou perda de competitividade externa dessas economias frente à Alemanha. As majorações de preços e salários na periferia européia aconteceram em níveis superiores aos ganhos de produtividade. Uma elevação mais rápida dos custos domésticos perante os parceiros comerciais, em um contexto de rigidez da taxa nominal de câmbio (EURO) leva, invariavelmente, a uma apreciação real de suas taxas de câmbio. O resultado foi o aumento dos déficits em transações correntes e maior necessidade de financiamento externo. O Gráfico 4 mostra, entre 2000 e 2010, tanto a perda de competitividade dos PIIGS em relação à Alemanha, como a evolução de seus respectivos déficits em transações correntes. Essa situação caracteriza-se como uma espécie de *European imbalance*, semelhante à que ocorre atualmente na economia mundial entre China e EUA – *global imbalance*.

Gráfico 4

Custo nominal unitário do trabalho (2000 = 100) e conta corrente (% PIB) (2000-2010)



Fontes: European Commission e OCDE.

Essa perda de competitividade externa dos PIIGS é fruto não apenas do crescimento de preços e salários em ritmo superior aos ganhos de produtividade, mas também da adoção de políticas deliberadas de contenção dos custos domésticos na Alemanha ao longo da década de 2000. Essa postura alemã representa uma reversão às políticas expansionistas realizadas na década de 1990, que contemplavam os custos da reunificação e da absorção de massa de trabalhadores oriundos do antigo lado Oriental.

## **Conclusão**

Esses países, portanto, necessitam atuar em duas frentes para a resolução de seus problemas de dívida soberana. Se, por um lado, torna-se fundamental a realização de políticas fiscais contracionistas que reduzam de maneira drástica os níveis de déficits públicos, por outro, há necessidade de recuperação da competitividade externa. Um ajuste fiscal estrutural cíclico somente será bem sucedido se vier acompanhado de algum vetor de demanda agregada que viabilize a retomada do nível de atividade. Ajustes fiscais em ambientes recessivos ou de crescimento anêmico tornam-se contraproducentes, pois impactam de forma negativa o crescimento econômico e a arrecadação tributária, exigindo, posteriormente, cortes orçamentários ainda maiores, que novamente impactam o nível de atividade econômica.

Na Zona do Euro, a utilização da moeda única impede que o mecanismo clássico de recuperação da competitividade externa via depreciação cambial nominal aconteça. Com isso, esses países possuem duas alternativas. A primeira é implementar um rigoroso processo de ajustamento e reformas estruturais na economia, de modo a reduzir os níveis de preços e salários domésticos. Essa opção, no curto prazo, provocará resultados recessivos, elevando as tensões sociais e as pressões políticas. A segunda opção, que não exclui a primeira, é uma expansão da demanda externa viabilizada por políticas expansionistas

dos países europeus superavitários, basicamente Alemanha. Quanto mais compartilhado for esse processo de ajustamento, menor será o ônus quanto ao nível de atividade e emprego para os PIIGS, e mais resguardada estará a manutenção da união monetária, que tanto beneficia as exportações alemãs.<sup>1</sup>

Concomitantemente, o Banco Central Europeu deveria adotar uma política monetária mais expansionista, mesmo que isso momentaneamente gere uma maior inflação. O aperto das condições monetárias, como ocorre atualmente, é mais um fator de contração da demanda agregada na Zona do Euro, o que associado ao processo de consolidação fiscal implementado pelos países da periferia, dificulta a recuperação da região.

Se não houver alguma modificação drástica na condução da crise das dívidas soberanas na Zona do Euro, a região repetirá a trajetória da América Latina na década de 1980, que foi batizada de “a década perdida”.

## Referências

FRANKEL, J. A. No single currency regime is right for all countries or at all times. NBER 7338, set. 1999.

OBSTFELD, M.; SHAMBAUGH, J. C.; TAYLOR, A. The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. NBER Working Paper 10.396. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2004.

MUNDELL, R. *International economics*. Nova York: Macmillan, 1968.

---

<sup>1</sup> Essa não é uma proposição nova. Keynes, no âmbito das discussões do acordo de Bretton Woods, já defendia o compartilhamento dos ajustes dos desequilíbrios em conta corrente entre deficitários e superavitários.

REINHART, C.; ROGOFF, K. *This time is different: a panoramic view of the eight centuries of financial crisis*. NBER Working Paper 13.882, mar. 2008.

Roubini e Das. Will Europe's PIIGS learn to fly? Disponível em: <[www.roubini.com](http://www.roubini.com)>. Acesso em: 10 fev. 2010.